

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

分析师 SAC 执业编号：S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

对公司几个关键问题的思考与解答；

事件

我们参加了公司的年度股东大会，通过与公司管理层的沟通，我们进一步了解了公司的发展战略。同时在中国医药产业的发展思路方面，也深受启发，分享如下：

评论

1、对输液和抗生素行业前景的担心，不能构成不看好公司的理由：从输液和抗生素过度使用的角度直观思考，投资者容易否定公司的投资价值，我们认为这种逻辑是片面的。看似简单的行业，实际也有长期投资价值：

- (1) “即便将来输液市场饱和，还有没有技术进步？过去是玻瓶，现在是塑瓶，以后是软袋，再以后是双室袋”
- (2) “现在一瓶玻瓶、塑瓶输液连大白菜的价格都不到，如果产业整合成熟之后价格恢复到 10 年前的水平，按照现在的效率和成本控制能力，每瓶的利润是多少？按照总量看输液的利润是多少？不大，我们应该乐观看待这个事情”——从中期（技术进步）、长期（价值回归）看输液板块的投资价值
- (3) “挤掉一些没有竞争力的企业，完成抗生素格局的盘整正当其时”——当前抗生素产业的机会
- (4) “中国的医药市场目前是 1 万亿的规模，有预计未来能达到 2 万亿，一个公司只要 10% 的市占率就意味着一个非常大的产业”——所谓的弱势行业对优秀企业而言也有巨大成长空间

2、新疆项目是公司实现“输液与非输液等强战略”的重要一环：对于公司全力打造的新疆项目，投资者对其心怀疑虑，对其前景也不是看的很明朗和乐观。我们认为公司的战略还没有被充分认知：

- (1) “把输液行业的最高优势发挥到极致，实现输液与非输液等强的战略目标”——公司的战略定位
- (2) “抗生素的竞争是全产业链的竞争”——医药行业集团作战的真谛
- (3) “资源决定战略，战略依赖资源，谁掌握了资源谁就掌握了抗生素的全产业链”——新疆项目的优势
- (4) “新疆项目打通抗生素全产业链，而公司输液的借体作用可以与之发挥明显的协同效用，将助推公司等强战略的实现”——新疆项目的最终意义。

3、对新疆项目几个关键问题的回答：公司的新疆项目是历时四年准备的结果，已经对各种风险因素进行了充分的考虑，对盈利能力也进行了测算，确定性较高。

- (1) “所有用钱能买到的竞争力，都不是核心竞争力”——对新疆项目核心竞争力的理解
- (2) “凡事都有风险，凡事都有拿捏不定的地方，正是因为有风险才有人才辈出的地方”——对风险的态度
- (3) “人类最聪明的就是学会了分工，每个人都能把上帝赋予他的禀赋发挥到机制”——谋求合作是关键
- (4) “要成为一个具有所有投资标的要满足的条件，还要有足够安全边界的投资标的”——投资回报率问题
- (5) “公司刚刚完成资本市场融资，一定要把股市资金大手笔的投入到战略性关键环节，取得源头性优势，然后运用低成本银行资金进行对冲，提高净资产回报率。”——对资金使用的理解
- (6) “什么地方可以产生利润？效率更高，成本更低”——公司盈利之道
- (7) “星星之火，可以燎原；矩阵，相互辉映，形成大市场。公司在全国 18 个省市区有生产基地，相当于享受了‘18 个最惠国待遇’”——物流的价值，也是对当前招标政策的深刻理解

4、其他问题：参见正文

投资建议

我们维持公司 2011、2012 年 EPS 为 4.20、5.90 元的预测，增速 50%、40%，2013 年随着新疆项目的贡献收益，可能出现业绩的拐点。我们认为公司是确定性最高的医药白马，目前估值 31 倍，一年期目标收益 50% 以上。

调研要点汇总：

1、有关大输液和抗生素行业空间的问题（担心市场容量逐步萎缩）

大输液：投资者都在关注“中国人均输液 8 瓶、国外人均 3 瓶”的问题，但我们认为这种论断一方面缺乏数据的支持，有待商榷；另一方面也不构成看淡行业的理由。

数据方面存在统计口径的差异可能包括：一是产量跟使用量不同；二是输液包括基础性输液、治疗性输液、营养性输液，对比口径可能不一样；三是国内输液包括人用和兽用，没有统计口径分开。所以上述论断可能需要商榷。

从直观角度来看，国内输液使用量确实多于国外，这背后有更深层次的原因：（1）用药习惯问题。中国的人口密集度、流动性、环境因素与国外差异很大，由此导致的疾病谱与国外也不一样。例如国内普通感冒引发并发症和继发症的概率可能要大于国外，因此国内更倾向于依靠起效快的静脉注射治疗，否则由于治疗不及时导致的后果，反而可能导致更多的药品使用。（2）社会压力问题。国内快节奏、高压力的社会现状，导致病人自身更倾向于使用疗效快的治疗方式，也是输液使用较多的原因之一。这两个问题的解决，必然是伴随着社会发展而漫长逐步调整。

在上述的争议中仍看好行业的理由：

（1）短期来看，输液市场容量必然是继续呈现缓慢增长的趋势，目前看行业自然增长、看集中度提升的逻辑仍然成立；

（2）中期来看，输液市场即使没有增长，我们看产品包材结构调整、看输液内容升级，优秀企业仍值得投资；“如果将来输液市场饱和，还有没有技术进步？过去是玻瓶，现在是塑瓶，以后是软袋，再以后是双室袋”。

（3）长期来看，我们一直忽视的一点是目前输液价格（尤其是出厂价）实际是处在畸形的状态，舆论也存在着“输液价格低于矿泉水”的争论。价格问题也是目前输液广受欢迎的重要原因之一，我们认为从长远角度看，输液价格有回归合理的必要，必须体现出企业创新和安全性保障方面的付出。当输液竞争格局稳定之后，单瓶输液附加值的稍许提高，对于龙头企业数十亿瓶的销量而言，可以带来可观的利润。“现在一瓶玻瓶，塑瓶输液连大白菜的价格都不到，如果产业整合成熟之后价格恢复到 10 年前的水平，按照现在的效率和成本控制能力，每瓶的利润是多少？按照总量看输液的利润是多少？不大，我们应该乐观看待这个事情”。

综上，我们认为输液是有长期投资价值的，哪怕是在输液容量萎缩的悲观假设下。

抗生素：由于输液与抗生素都是配套使用的，二者市场容量的走势是一样的逻辑，我们不再分析。主要讨论下抗生素行业的投资属性。

我们认为目前抗生素尤其是制剂的投资节点类似于 90 年代的输液，即还处在非常分散的竞争状态。我们预计目前最大的生产企业份额 5% 左右。因此未来首要的逻辑是集中度的提升过程，也就是说抗生素的投资逻辑刚刚开始。如果错过了输液龙头份额由 5% 到 50% 的机会，现在又一个机会摆在面前，如何选择？“挤掉一些没有竞争力的企业，完成抗生素格局的盘整正当其时”。

没有差行业、关键看公司：“中国的医药市场目前是 1 万亿的规模，有预计未来能达到 2 万亿，一个公司只要 10% 的市占率就意味着一个非常大的产业。”相信中国未来会产生医药巨头，最大上市公司市值也不会在目前 300 亿附近停滞不前，我们拭目以待。

2、有关公司进入新疆、建设抗生素中间体的战略考虑问题（质疑公司的战略方向选择）

新疆项目的规划，四年磨一剑：公司新疆项目不是一时的抉择，而是经过了历时四年的筹备。公司从 2007 年开始，6 个工作小组立时 4 年，考察了中国 80 个以上的地方，涵盖了中国全国生产抗生素的地域，经过详细的比较，最终认可了新疆项目。

科伦的最高战略是：把输液行业的最高优势发挥到极致，实现输液与非输液等强的战略目标。

抗生素的竞争是全产业链的竞争：从中间体、到原料药、再到制剂，目前科伦已经具备了这个雏形，后续需要不断完善。具体而言，这两年需要做如下准备：

（1）产品储备。此次新疆项目打通了两个产业链，即红霉素系列产品和头孢系列产品。公司目前已有红霉素制剂生产批文 11 个，在研 2 个；头孢系列口服和注射制剂批文 21 个，在研 11 个，公司未来还可能通过并购进一步完善品种储备。

(2) 市场开发。科伦公司本身是一家制剂生产企业，对制剂销售方面深有体会。目前抗生素类产品，原料卖的比制剂贵，导致制剂的销售很难做。公司此次通过新疆中间体项目，掌握了原料成本优势，有望打破这一局面，通过全产业链的优势，促进制剂的销售。最终目标希望提升制剂市场集中度，提升公司的抗生素制剂市场份额。

(3) 利用好输液的协同效应。公司多年以来一直在推广“茶馆计划”，粉针和冻干粉针与输液有着天然的配合，销售人员在推广和销售的时候，两类产品可以一起推广，公司具备先天的输液和头孢类产品打包销售的潜质。

图表1：抗生素全产业链示意图

全产业链	原料药前体	关键中间体	原料药	制剂	主要生产商
青霉素类	青霉素母核			半合成青霉素制剂	
	青霉素工业盐 (产能10万吨，前五占比80%)			青霉素制剂、兽用药	华星、石药、华药、联邦
		6-APA	相关原料药	阿莫西林、氨苄西林、哌拉西林	联邦、石药、华药
		7-ADCA	相关原料药	头孢克洛、头孢拉定、头孢氨苄等第一、第二代	
头孢菌素		GCLE	相关原料药	60%的7-ACA下游产品，以及第三、第四代 头孢哌酮、头孢克肟、头孢他啶、头孢曲松、头孢丙烯等	天津信汇、宁波人健
	头孢C盐	7-ACA	相关原料药	头孢曲松、头孢噻肟、头孢唑林、头孢呋辛等第二、第三代	石药、健康元、联邦
	硫氰酸红霉素 (产能1万多吨，前五家占比90%)		相关原料药	阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素 兽用药	宁夏启元、东阳光、华星、川药
大内环酯					
喹诺酮类				环丙沙星、左氧沙星	京新药业、康裕药业

来源：国金证券研究所

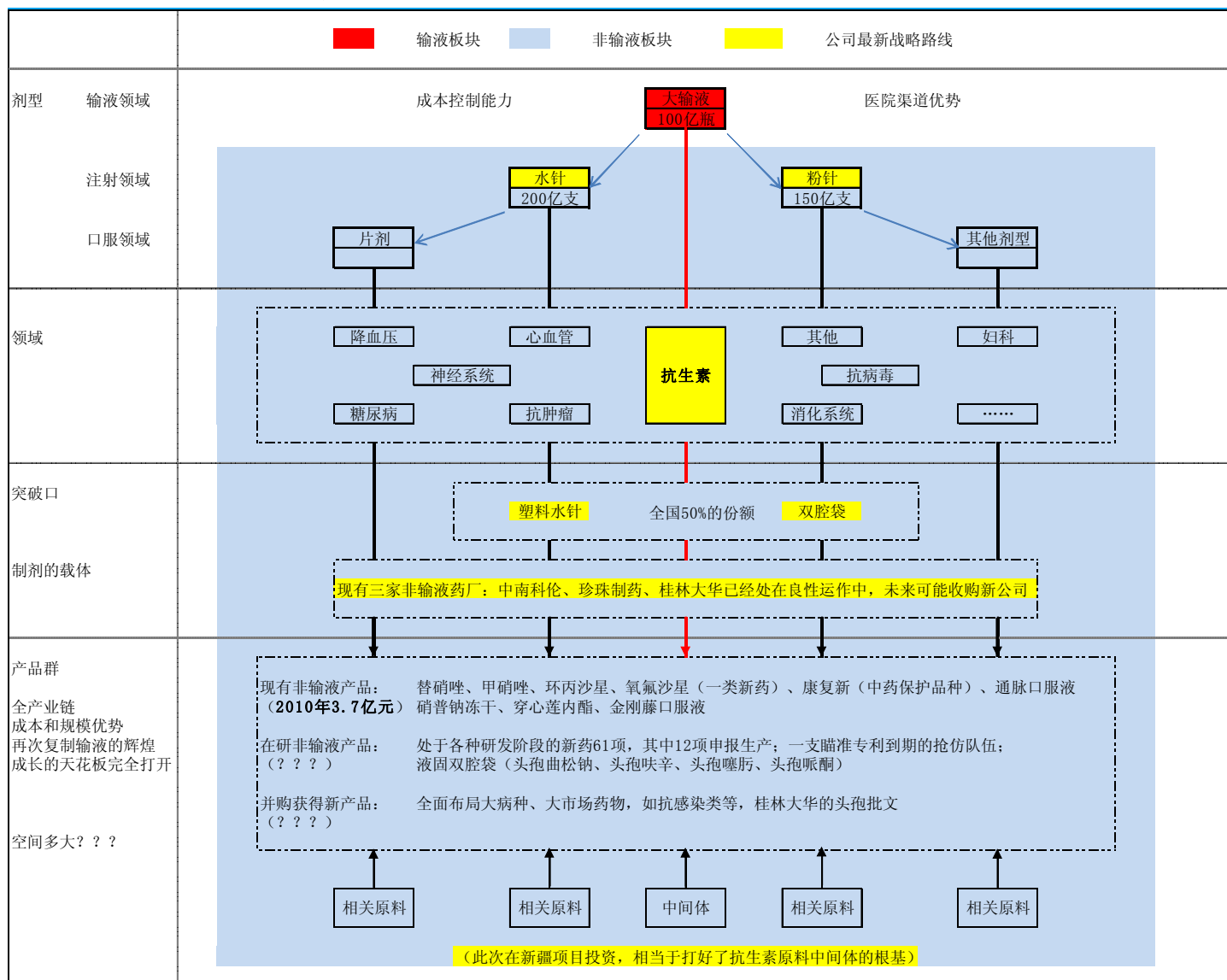
全产业链背后的核心是资源的竞争：“资源决定战略，战略依赖资源，谁掌握了资源谁就掌握了抗生素的全产业链。”科伦此次战略的资源优势包括：

- (1) 上游：新疆当地的粮食、水、煤炭等成本优势；
- (2) 中游：头孢原料的批文数量；
- (3) 下游：制剂的批文数量；

新疆项目对完成“等强战略”目标的意义：非输液板块要达到输液板块等强的目标并不容易。新疆项目将来的成就是期望能够超越输液。从全球应用规律看，抗生素都是使用量最大的，因此有足够的市场容量。新疆项目目前目标是完成了中间体的布局，然后再全国布局原料，最后整合制剂产品线。一旦完成，品种可能超过 500 个。而输液的借体作用与之可以发挥很明显的协同效应，将助推公司“等强战略”的实现。

公司“等强战略”示意图如下：

图表2：公司“输液与非输液等强战略”示意图



来源：国金证券研究所

3、有关新疆抗生素中间体项目各种因素的考虑以及风险分析（如何确保项目的顺利完成）

新疆项目核心竞争力：“所有用钱能买到的竞争力，都不是核心竞争力！”新疆项目的优势体现在：一是低成本的建设。水、煤炭、粮食、设备、施工、采购等，这决定了未来的折旧和摊销较低；二是低成本的运行。通过技术的先进性、环境的可持续性、战略性资源可开采的规模和持续供应等要素来实现。

技术如何解决：公司通过技术攻关，拥有了最新的发酵技术路线，而且解决了硫氰酸红霉素废物的深入降解问题。新疆项目经过了四年时间筹备，公司目前各个项目的牵头人均是业内挑选的精英，目前已经在当地开展实际的工作。对于后续的配套工人，公司会与当地政府合作，进行培训。当项目投产的时候，公司能够保证各方面工作人员的到位。

产能如何消化：大的方向是中间体、原料、制剂同时销售，共同产生利润；市场选择国内、国外并举。具体细分而言：（1）硫氰酸红霉素项目：1/3 用于国内的原料和制剂销售；1/3 用于海外中间体和原料的出口；1/3 用于兽药销售。（2）头孢类产品：60%用于国内的中间体和原料销售；25%用于制剂销售；15%用于出口。

价格的风险：公司进行了双重压力测试，一是按照历史最低价格测算；二是按照目前行业亏损 10% 的超低价测算。结果显示公司能够抵御这种极端的风险。原因是前文提到的：低成本投资和低成本运行双重优势。

环保的风险：公司一次投入 2.5 个亿做环保，这在国内医药企业建设中非常罕见。

政策的风险：“凡事都有风险，凡事都有拿捏不定的地方，正是因为有风险才有人才辈出的地方。”如何防范？

（1）社会责任：输液的重要性更强，一瓶输液关乎一条人命，关系着民生大计。公司实际上是承担者巨大的社会责任，扮演者为政府分忧解难的角色。目前公司已经成为一家上市公司，这就是国家的财富。

（2）产业角度：2010 年全国抗生素总生产量约为 21 万吨，科伦两期工程完成后总产量也只有 1.38 万吨，占比只有个位数。因此并不能说公司撼动了整个产业的根基，而是公司一起分享整个医药行业的盛宴。

（3）淘汰问题：目前抗生素的集中度还很低，科伦着手产业的整合，率先淘汰的是一些具有刚性缺陷的企业，所谓刚性缺陷是指无法通过管理改进和技术创新化解的缺陷，例如环保问题、资源制约导致的产能不能释放。在公司市场份额达到 10% 以前，竞争淘汰是市场的选择。

（4）谋求合作：公司项目达产后，也可能会去并购一些交换性的产品。“人类最聪明的就是学会了分工，每个人都能把上帝赋予他的禀赋发挥到机制。”

资金的问题：公司目前使用的是超募资金，后续会考虑滚存利润和直接融资。而且明后两年才是资金大量注入的时候，有缓冲期。（1）公司去年利润 6.6 亿元，今年预告 40%-60% 增长，今年的利润加上明年的利润，能够控制住资产负债率。（2）银行融资的利息低于资本市场成本，也低于 CPI。“我们是在用负利率资产帮助投资者实现增值。”

投资回报率的问题：“科伦要成为一个具有所有投资标的要满足的条件，还要有足够安全边界的投资标的。”新疆项目公司进行投资已经进行了压力测试，投资回报率保守算是 37%。上市以后公司的投资回报率再次回到 30% 以上需要一段时间，一是净资产越来越大，二是对利润的要求越来越高。为了达到这个目标，必须包含新疆项目。

从投资回报率的角度看，公司投资新疆项目也是战略性的选择。“公司刚刚完成资本市场融资，一定要把股市资金大手笔的投入到战略性关键环节，取得源头性优势，然后运用低成本银行资金进行对冲，提高净资产回报率。”如果后续固定资产和流动资金都采用股市资金，净资产回报率肯定很低。

4、有关科伦药业核心竞争力的探讨（公司在不吸引人的行业能够突围，靠的是什么）

市场看到科伦吸引人的盈利能力，颇为关心如何做到这样的销售结果。其实科伦的核心竞争力并不是销售能力强，而是综合实力的体现。“什么地方可以产生利润？效率更高，成本更低”。具体而言：

（1）产品差异化。

（2）生产能控制成本。

（3）采购系统质量有保障且价格低。

（4）最后的利润边界和最后的利润手段——物流。科伦整个输液半径能够相互配合，除了个别省份没有达到以外，可以覆盖全国。“星星之火，可以燎原；矩阵，相互辉映，形成大市场”。公司在全中国 18 个省市有生产基地，相当于享受了“18 个最惠国待遇”，这是公司的优势。

5、公司连续的并购，如何保证高速增长中子公司的管理和质量控制（并购的可复制性）

有关质量问题，关系到企业如何诚信为本。目前食品行业频发质量事件，原因有三点：一是恶性竞争；二是缺乏商业伦理；三是缺失监管。医药行业在这方面比食品行业做得要深刻。

医药行业实行 GMP 已经有十几年的历史，对药品监管规范的认识和实践已经比较充分。公司从事的是静脉输液行业，属于高风险行业。在多次国家认证过程中，经受了无数次考验。因此公司本身在质量控制方面有充足的经验，也储备了一大批可延续的精英力量。

从质量的延伸上看，公司从 1996 年就开始并购，2000 年加速，在这过程中锻炼了人才的输出能力。

有关管理问题，公司有以下特色：（1）销售集权式。全国性的销售网络，公司控制力强；（2）生产管理控制。从早期的破产收购开始，都是采用把培养的团队复制到子公司的模式，做到管理控制；（3）强化质检。每年高达 60 多次的质检，并且不断强化；（4）资产控制。子公司不允许单独借款，对其资产负债加强管理。

6、公司的国际化问题

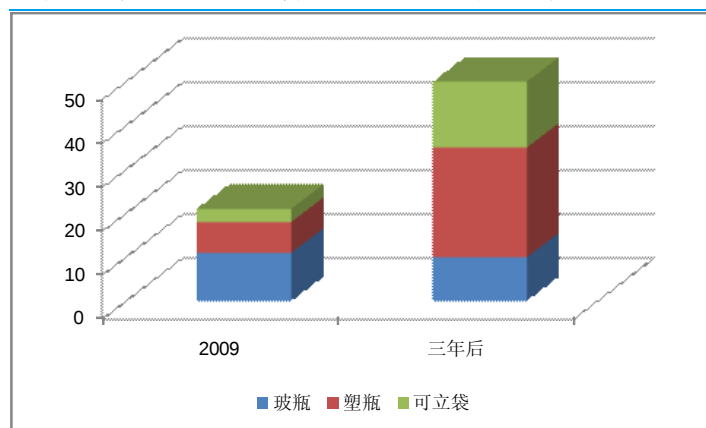
国际业务的主体：国际业务部从 2000 年开始启动，2002 年开始有输液产品销往国外。目前公司输液和非输液在中亚、东南亚、非洲、南美都有相应的市场占有率，并在当地享有盛誉。

公司的目标是：争取在未来十年成为国际市场上中等发达水平的医药企业集团。为达到这个目标必须利用国内、国际两个市场。

原料药国外销售：新疆项目投产后出口前景很好。公司国际业务部有国际注册经验、外语能力优秀，也有丰富的实践经验。因此对抗生素原料的出口是有信心的。

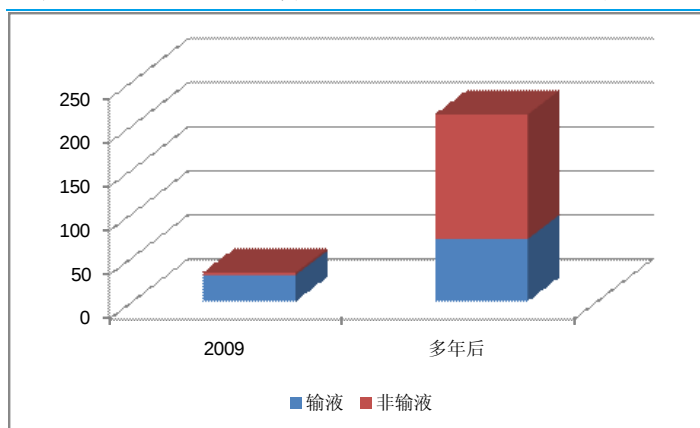
制剂的国外销售：高端输液的出口史无前例，公司会以此目标努力。

图表3：中期看公司投资逻辑示意图（产品升级）



来源：国金证券研究所

图表4：长期看公司投资逻辑示意图（产业链延伸）



图表5：公司分品类预测

项目		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务合计	营业收入	261504.26	323734.51	402636.40	510036.71	645899.06	790080.86
	增速	29.12%	23.80%	24.37%	26.67%	26.64%	22.32%
	营业成本	166840.05	198471.92	237350.15	282671.65	344875.84	396305.72
	营业毛利	94664.21	125262.59	165286.25	227365.07	301023.22	393775.14
	毛利率	36.20%	38.69%	41.05%	44.58%	46.61%	49.84%
一、大输液业务	营业收入	238811.73	297772.30	364070.03	454342.83	565498.19	630643.30
	增速	29.50%	24.69%	22.26%	24.80%	24.47%	11.52%
	营业成本	150771.27	181540.30	210899.71	246342.73	294035.72	316095.84
	营业毛利	88040.46	116232.00	153170.31	208000.10	271462.47	314547.46
	毛利率	36.87%	39.03%	42.07%	45.78%	48.00%	49.88%
二、非大输液业务	营业收入	22692.53	25962.20	37429.56	54272.86	78695.64	157391.28
	增速	25.26%	14.41%	44.17%	45.00%	45.00%	100.00%
	营业成本	16068.78	16931.62	25445.99	35277.36	49578.25	78695.64
	毛利率	29.19%	34.78%	32.02%	35.00%	37.00%	50.00%
三、其他业务	营业收入	634.87	864.03	1136.82	1421.03	1705.23	2046.28
	增速	54.51%	36.10%	31.57%	25.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	460.59	634.72	1004.45	1051.56	1261.87	1514.24
	毛利率	27.45%	26.54%	11.64%	26.00%	26.00%	26.00%

来源：国金证券研究所

风险提示：项目进程不达预期；上述风险规避措施执行不到位；

图表6：公司三张表分析

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,621	3,246	4,026	5,080	6,449	7,897
增长率		23.8%	24.0%	26.2%	27.0%	22.4%
主营业务成本	-1,673	-1,991	-2,374	-2,810	-3,442	-3,971
%销售收入	63.8%	61.3%	58.9%	55.3%	53.4%	50.3%
毛利	948	1,255	1,653	2,270	3,007	3,926
%销售收入	36.2%	38.7%	41.1%	44.7%	46.6%	49.7%
营业税金及附加	-20	-26	-31	-38	-48	-59
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-394	-501	-592	-726	-916	-1,106
%销售收入	15.0%	15.4%	14.7%	14.3%	14.2%	14.0%
管理费用	-131	-172	-263	-325	-355	-395
%销售收入	5.0%	5.3%	6.5%	6.4%	5.5%	5.0%
息税前利润（EBIT）	404	556	766	1,181	1,688	2,366
%销售收入	15.4%	17.1%	19.0%	23.2%	26.2%	30.0%
财务费用	-47	-46	-8	-20	-42	-35
%销售收入	1.8%	1.4%	0.2%	0.4%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-4	-5	-4	-6	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	353	506	754	1,154	1,637	2,323
营业利润率	13.5%	15.6%	18.7%	22.7%	25.4%	29.4%
营业外收支	-2	16	21	26	25	23
税前利润	352	522	775	1,180	1,661	2,345
利润率	13.4%	16.1%	19.3%	23.2%	25.8%	29.7%
所得税	-41	-88	-113	-171	-244	-352
所得税率	11.5%	16.8%	14.6%	14.5%	14.7%	15.0%
净利润	311	434	662	1,009	1,417	1,994
少数股东损益	1	6	0	1	1	2
归属于母公司的净利润	310	428	661	1,008	1,416	1,992
净利率	11.8%	13.2%	16.4%	19.8%	22.0%	25.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	311	434	662	1,009	1,417	1,994
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	93	137	188	222
非经营收益	0	0	42	-29	18	13
营运资金变动	0	0	-652	-129	-269	-497
经营活动现金净流	311	434	145	987	1,353	1,731
资本开支	-223	-274	-645	-2,086	-807	-590
投资	-12	-45	-308	-500	-500	-800
其他	0	0	-5	0	0	0
投资活动现金净流	-234	-319	-958	-2,586	-1,307	-1,390
股权募资	200	0	4,865	-12	40	50
债权募资	112	308	-210	-555	-244	-246
其他	-167	-119	-23	-42	-42	-36
筹资活动现金净流	146	189	4,633	-609	-246	-232
现金净流量	222	304	3,820	-2,207	-200	108

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	341	517	4,207	2,000	1,800	1,908
应收款项	857	1,135	1,577	1,769	2,068	2,531
存货	577	595	827	847	943	1,088
其他流动资产	35	48	124	70	86	99
流动资产	1,810	2,295	6,735	4,686	4,898	5,627
%总资产	68.1%	68.9%	76.6%	50.9%	46.3%	45.0%
长期投资	0	0	0	501	1,000	1,800
固定资产	750	949	1,599	3,679	4,331	4,729
%总资产	28.3%	28.5%	18.2%	39.9%	41.0%	37.9%
无形资产	85	85	446	342	337	332
非流动资产	846	1,038	2,055	4,527	5,673	6,866
%总资产	31.9%	31.1%	23.4%	49.1%	53.7%	55.0%
资产总计	2,656	3,333	8,790	9,213	10,570	12,493
短期借款	857	1,083	952	490	246	0
应付款项	557	522	492	534	654	755
其他流动负债	33	54	101	90	114	138
流动负债	1,447	1,659	1,545	1,114	1,014	893
长期贷款	10	90	140	50	50	50
其他长期负债	9	5	53	0	0	0
负债	1,466	1,754	1,738	1,164	1,064	943
普通股股东权益	1,173	1,568	6,991	7,987	9,443	11,485
少数股东权益	17	11	61	62	63	65
负债股东权益合计	2,656	3,333	8,790	9,213	10,570	12,493

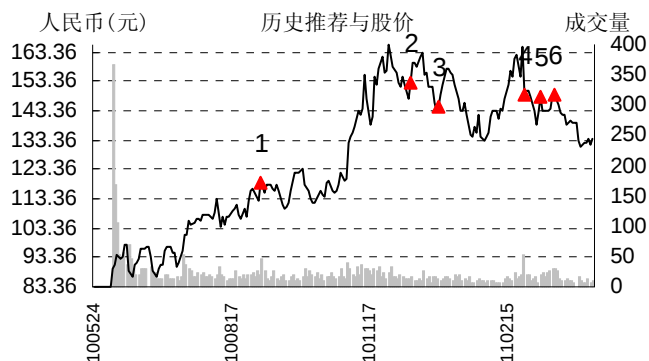
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.722	2.377	2.755	4.200	5.900	8.300
每股净资产	6.519	8.712	29.128	33.279	39.346	47.854
每股经营现金净流	1.228	1.393	0.622	4.114	5.639	7.212
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.41%	27.29%	9.46%	12.62%	14.99%	17.35%
总资产收益率	11.67%	12.84%	7.52%	10.94%	13.39%	15.95%
投入资本收益率	17.35%	16.81%	7.98%	11.75%	14.69%	17.34%
增长率						
主营业务收入增长率	29.18%	23.83%	24.04%	26.17%	26.95%	22.44%
EBIT增长率	41.56%	37.82%	37.72%	54.10%	43.00%	40.17%
净利润增长率	43.28%	38.07%	54.55%	52.45%	40.46%	40.70%
总资产增长率	48.62%	25.50%	163.69%	4.82%	14.73%	18.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	61.3	69.8	70.0	60.0	60.0
存货周转天数	115.1	107.4	109.3	110.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	82.1	63.5	57.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	90.0	83.9	91.4	121.1	102.7	97.5
偿债能力						
净负债/股东权益	44.14%	41.55%	-44.18%	-18.14%	-15.82%	-16.09%
EBIT利息保障倍数	8.6	12.1	98.3	57.9	40.1	67.4
资产负债率	55.19%	52.62%	19.78%	12.64%	10.07%	7.55%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-02	买入	118.60	N/A
2	2010-12-12	买入	152.99	N/A
3	2010-12-28	买入	145.00	N/A
4	2011-02-24	买入	148.67	N/A
5	2011-03-07	买入	147.77	N/A
6	2011-03-15	买入	148.48	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室